



凱基證券

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

債市避險或必險？

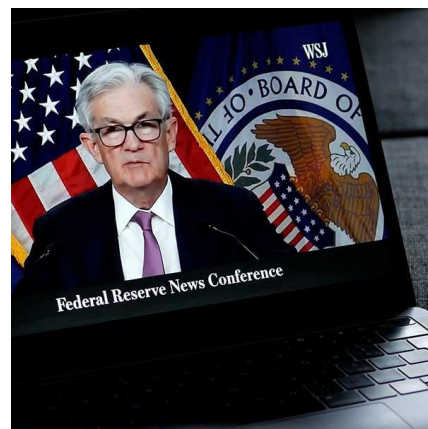
Risk Refuge or Risky Business?

2025年4月18日



01 本週焦點圖表

降息步調停看聽？
聚焦聯準會官員言論



02 市場回顧

政經不確定性延後，
金融市場難離震盪



03 熱門議題

恐慌指數偏高未脫險，
降低波動為上策



04 投資焦點

風險接踵而至，
配置好債降擾動



本週焦點圖表

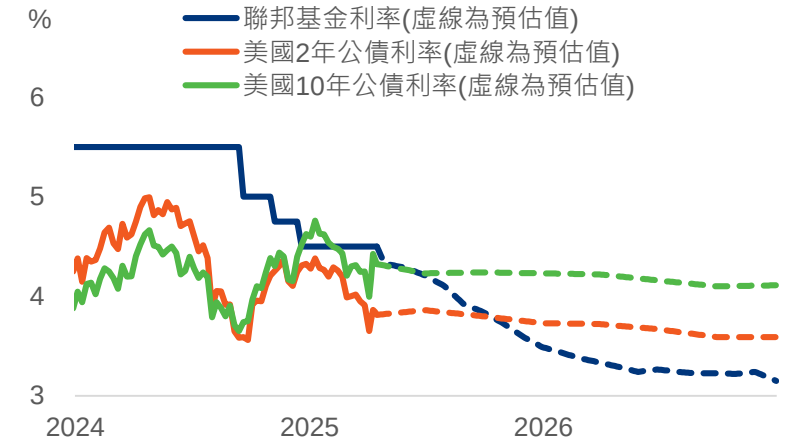
聯準會官員維持停看聽態度，聚焦衰退風險與降息步調

- ▶ 美國開始與全球主要國家進入關稅談判期，關稅課徵時程與規模反覆影響市場，同時也造成聯準會決策停看聽。Fed的3月會議紀錄出現18度提及關稅與其影響，次數遠高於1月會議的1次，顯示官員認為政經存在高度不確定性，消費者支出恐放緩、企業降低投資規模，強調仍以審慎態度來進行利率調整。近期聯準會官員言論仍偏謹慎，主席鮑威爾表示雙重政策目標仍存挑戰，重申聯準會靜待通膨放緩才會降息，市場預估美國今年降息幅度近4碼且時間多集中在下半年，預期聯準會仍視景氣下行狀況來調整降息速度與幅度，後續關注通膨、失業率等數據預期變化及官員態度與公債拍賣情形。
- ▶ 過往美國降息循環平均利率降幅達4%，當前市場已訂價一半景氣衰退情境，考量景氣衰退為主要風險因子，在就業數據未見明顯降溫前，若持有美元投資人，可趁殖利率回彈之際，增加公債與高信評投資級債降風險。

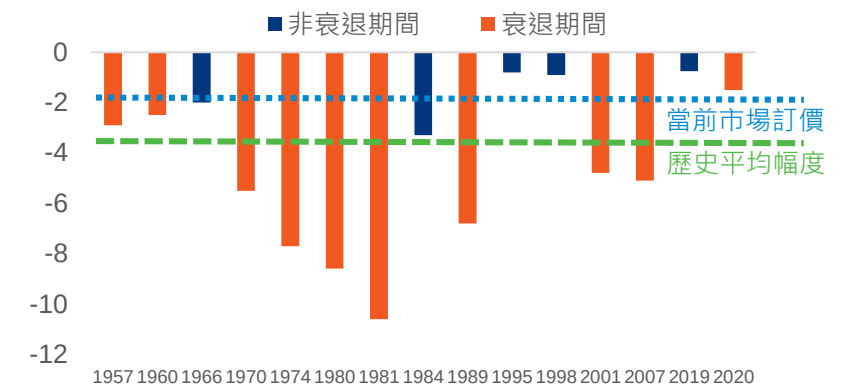
關稅擾動仍在，聯準會官員仍視數據決定政策腳步

聯準會官員	談話內容
聯準會主席及FOMC投票委員 鮑威爾(Jerome Powell)	當前美國關稅遠超出聯準會預期，對未來經濟影響面臨高度不確定性，潛在風險使利率決策更為審慎，考量金融市場如預期正常運作，聯準會對達成雙重目標仍存挑戰，強調Fed會靜待通膨放緩才會降息，不會對股市重挫出手救市，但會繼續向外國央行供應美元，避免美元短缺。
聯準會副主席暨紐約聯準銀行總裁及FOMC投票委員 威廉斯(John Williams)	表示景氣並非經濟衰退，只是成長速度較過去幾年更慢，認為當前貨幣政策適宜，短期內沒有改變政策利率的必要性。
聯準會理事及FOMC投票委員 華勒(Christopher Waller)	認為關稅導致的高通膨為暫時性，高關稅影響，對產出和就業的拖累可能更為持久，預估於全面關稅情境下，若景氣出現明顯放緩，華勒傾向更早與更大幅度降息，關點與Fed其他一些官員相信關稅將推升通膨的意見相左。
亞特蘭大聯準銀行總裁 博斯蒂克(Raphael Bostic)	勞動市場符合聯準會的充分就業目標，但要實現通膨2%目標仍有一段路要走，並重申關稅可能會延後通膨降至目標時程，因川普關稅和其他政策不確定性，已讓經濟陷入停頓狀態，因景氣最終走向取決政策具體細節，在川普政策方向尚未清晰前聯準會應繼續按兵不動並謹慎調整政策。

市場訂價部分衰退風險，預估Fed今年存降息4碼空間



1950年以來降息循環時期，聯準會降息幅度，%



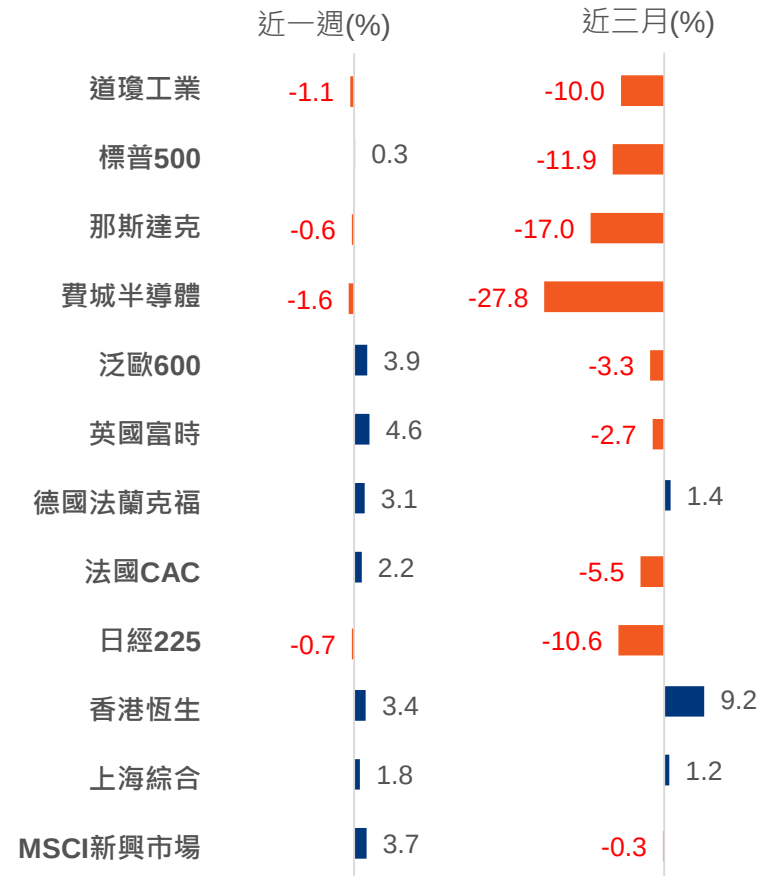
資料來源：Bloomberg、Fed、凱基證券整理

市場回顧

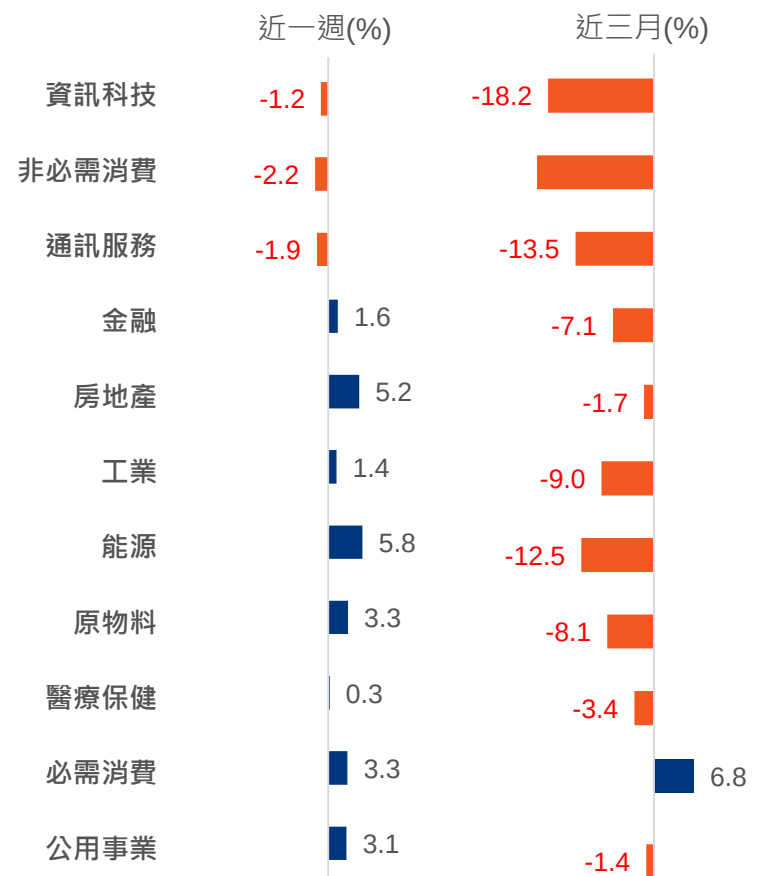
關稅略見進展，企業展望存霧霾，股市漲跌互見

- ▶ 美國與日本進行貿易協商談判，日本首相有意訪美與川普面談，另傳出中國有意與美國協商會談，關稅問題暫朝正向發展。貨幣政策方面，聯準會主席鮑威爾重申除非景氣數據驟降，不會在股市重挫時出手救市，美股漲跌互見。歐洲央行宣布再降息一碼挹注流動性，疊加川普考慮對進口汽車與零組件關稅實施臨時豁免，推動近週歐股漲幅居前。
- ▶ 川普於美歐關稅談判提出購買美國能源，換取歐洲汽車與其他工業品關稅豁免，另美國能源部計劃刪減近100億美元的乾淨能源補助，近週能源股漲勢領先。政經擾動持續，科技企業財報展望好壞互見，台積電展望與市場預期相符，而半導體光刻機製造龍頭艾司摩爾首季接單低於預期，財測亦因關稅影響有所下修，另輝達H20晶片產品被美國政府禁止出口至中國，科技股持續承壓，持續聚焦企業財報展望與資本支出動向。

各地區指數表現(%)



美股各產業指數表現(%)

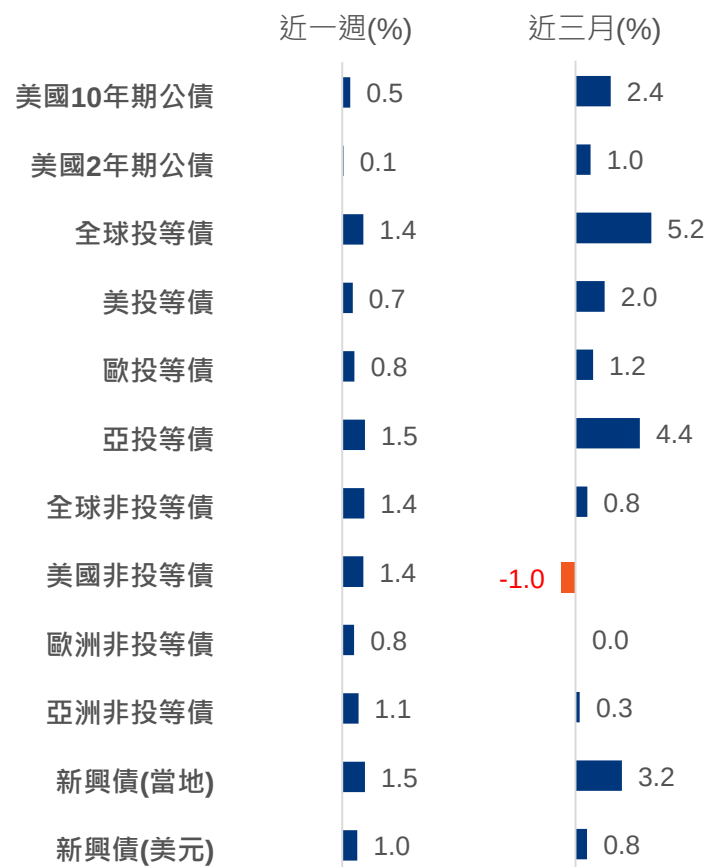


資料來源：Bloomberg，2025年4月18日

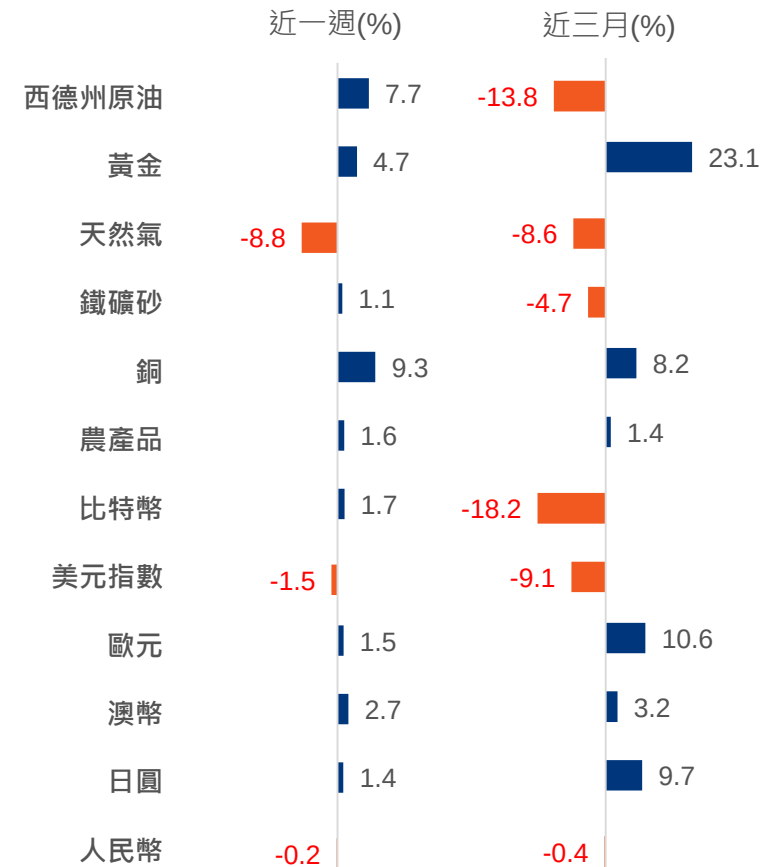
官員重申政策停看聽論調，美債利率下行、美元走弱、黃金續升

- 關稅反覆影響市場，同時聯準會重申經濟尚未達標前，維持貨幣政策停看聽腳步，市場預期今年美國降息幅度仍貼近4碼，美債波動明顯回落，疊加關稅談判進度持續推進，信用利差多從高位回落，支持公債與信用債市表現。市場傳出川普與前聯準會理事沃許接洽，討論提前接替現任主席鮑威爾以達成降息目的，後續留意經濟數據動向與美國貨幣政策獨立性。
- 美國零售銷售優於預期，但可能因關稅提前囤貨所致，而紐約州製造業調查數據雖高於預期但連2月萎縮，政經擾動造成企業活動恐放緩，美國公債殖利率曲線下行與美股持續震盪，美元指數續貶跌破100關卡，歐元與澳幣等非美貨幣則有所表現。美日關稅協商未談及匯率議題，美日關稅談判未果，預期日本央行將暫時按兵不動，日圓回貶。政經擾動未消前，市場資金持續湧入黃金避風港，金價創高突破每盎司3,300美元。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



資料來源：Bloomberg，2025年4月18日

熱門議題

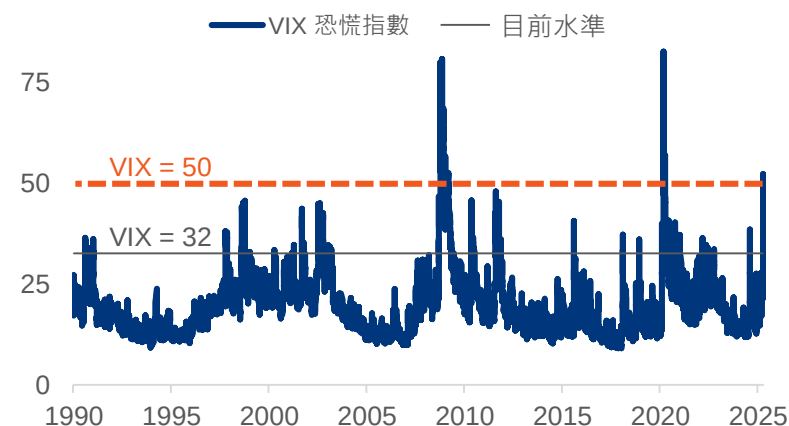
恐慌指數偏高未脫險，降低波動為上策

- ▶ 如同川普第一任期，其政策同樣觸發股市波動，而這次市場感到更為恐慌，VIX指數曾一度超過50以上，是金融海嘯及新冠疫情時期水平。單純考慮恐慌指數，這一輪VIX飆升同樣是不錯的買入時機，從過往過去市場恐慌但沒衰退時期，後續股市通常有表現機會，90個交易日後標普500平均升幅約6.2%。川普的90天豁免期已促使股市急彈，當前升幅已貼近過去平均。
- ▶ 目前VIX指數為32，高於過去20年平均的19，自1990年以來僅有約4%的交易日高於當前水平。假設川普不再加推關稅，目前數據僅顯示消費者及生產者對前景非常悲觀，預期通膨上升，投資意願下降，但未有顯著反映經濟放緩，壞消息未見傾巢而出，在此之前股市或偏向波動並缺乏大漲催化劑，考量當前標普500的預估本益比為20倍不算便宜，採取低波動與防禦策略為上策。

有似曾相識的感覺(déjà vu)嗎？

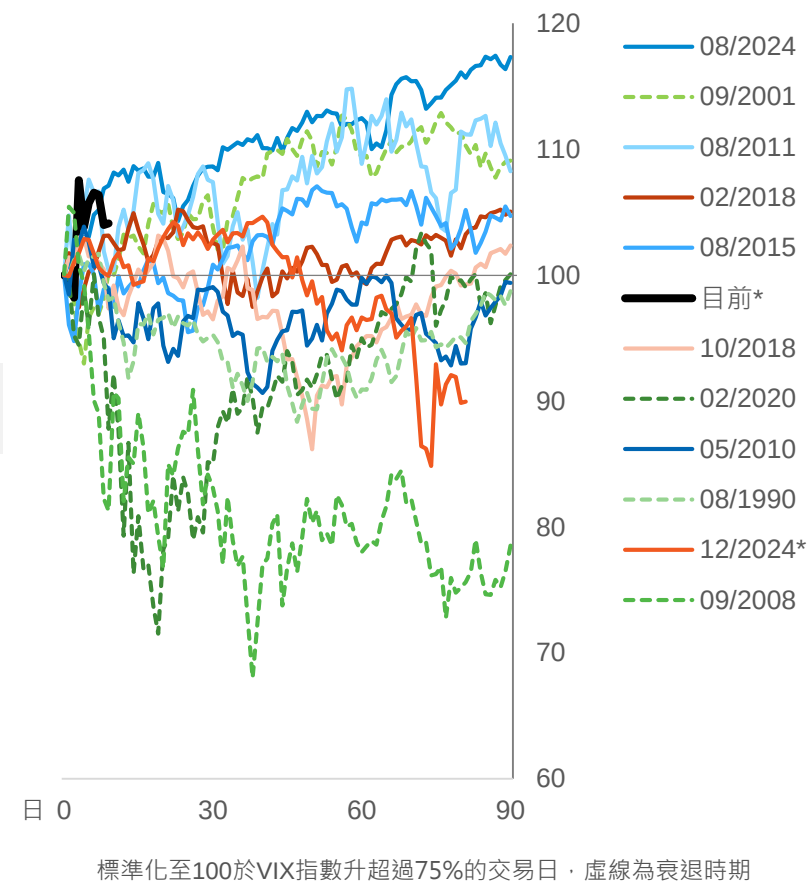


目前股市尚未脫險



恐慌過後沒現衰退，後續股市相對有表現機會

VIX指數升超過75%後，美股標普500指數表現



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理，註：右圖*代表截止至2025/04/16，不足90個交易日



投資焦點

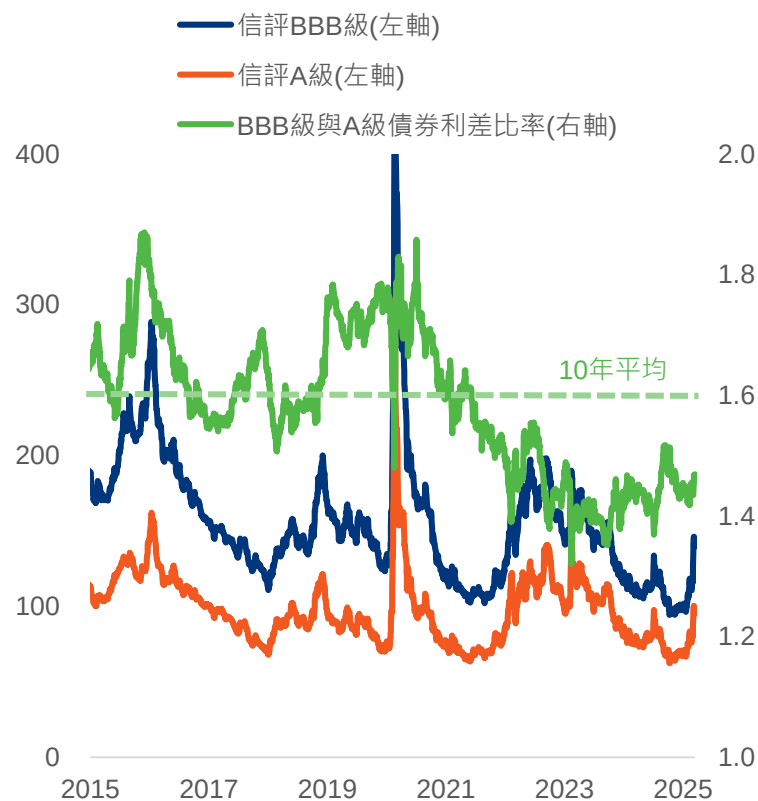
市場震盪難消，聚焦高信評A級債券與洋基債券

- ▶ 美國關稅政策暫緩90天實施，讓信用債利差獲得喘息空間有所收斂，若關稅落實後，經濟惡化預期可能加速低信評債券利差再度擴大與債券價格修正風險。今年以來信評BBB級與A級利差皆走升，然兩者利差比率仍處10年均值下方，考量政經不確定性反覆擾動全球債市，首要策略為降低債信疲軟且資產波動較高的信用債部位，評估各類信評企業償債能力，建議信用債以信評A級以上的大型龍頭企業所發行債券為首選。
- ▶ 檢視美國以外投資級企業所發行美元計價債券利差，相對美國投資級企業債利差仍具吸引力，考量對美國境內企業須面對關稅帶來成本上升與毛利壓縮問題，投資人不妨將目光轉向美國以外債信相對穩健的投資級債，透過獲利能力且現金流穩定的優質龍頭企業，並挑選銀行、保險、公用事業、通訊服務等產業海外營收比重較低或風險調整後利差較高的信用債，降低市場擾動持盈保泰。

美國BBB/A級企業債券利差比率低於10年均值

債券OAS · bps

債券利差比率



聚焦美國以外企業債券投資吸引力

債券OAS · bps

債券利差比率



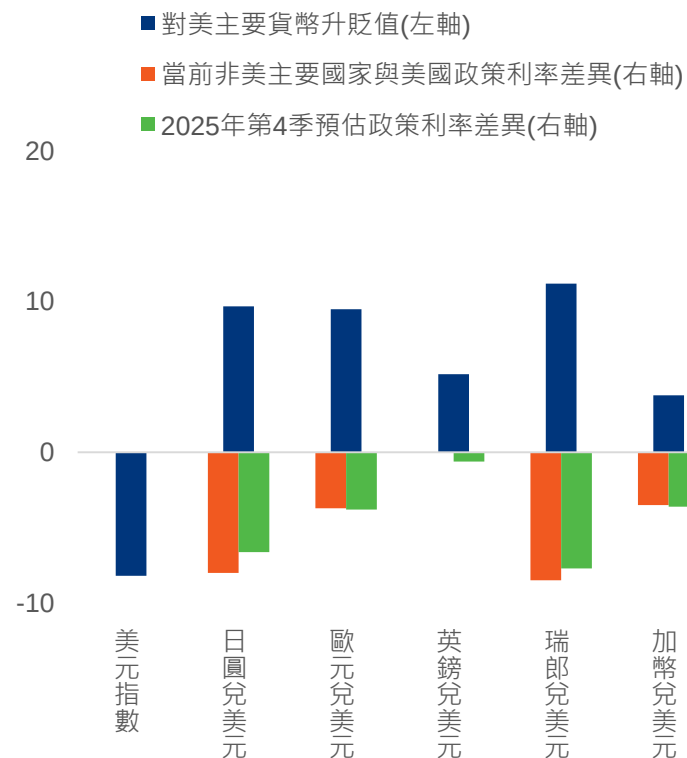
資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

去美元化疑慮有利非美投資級債，留意資金動向與非美國家利差

- ▶ 關稅政策風險加劇，出現美國以外國家減持美國公債，甚至資金直接撤出美元計價債券市場，造成今年以來美元走貶，非美主要國家貨幣多走升，反映關稅加劇投資人減持美債並同步去美元化，市場預期今年底美國與美國以外主要國家的政策利率差異多收斂，有利於非美國家貨幣存在升值機會，考量市場對去美元化疑慮仍在，後續留意資金動向與非美國家利差變化。
- ▶ 儘管美國關稅延後實施，然債市投資人擔心美國政府財政赤字問題難消，財政部恐加發美國公債供給，造成投資人提高對美國公債應獲得更多的期間溢酬預期，來補償財政紀律風險。因此對美債存有疑慮或擔心去美元化風險者，可將部位轉為非美貨幣計價之投資級債券，如歐元、英鎊、新加坡幣等幣別計價的投資級海外債，降低美國財政問題擾動或分散美元曝險。

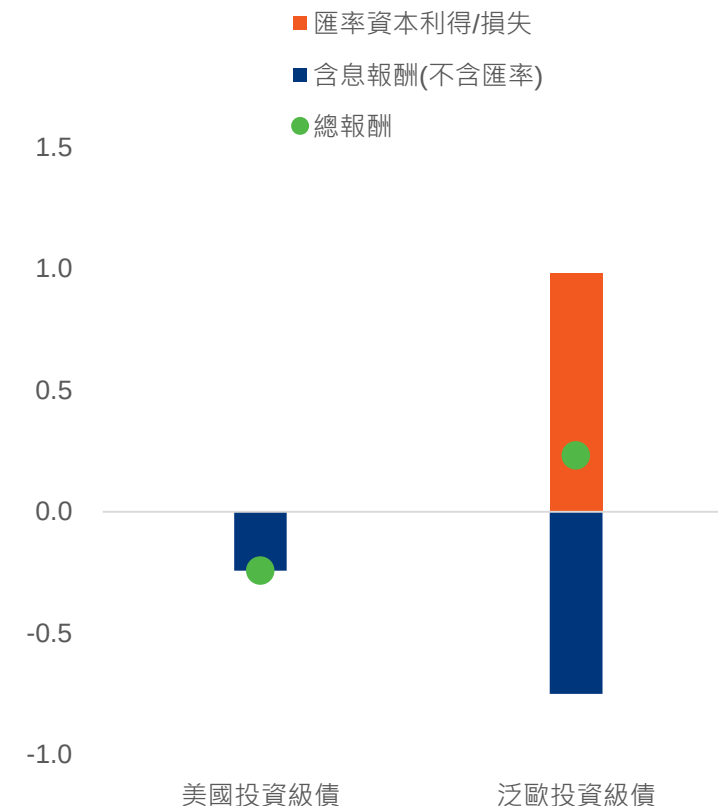
今年以來美元相對走貶，而其他主要成熟國家多偏升

非美主要貨幣兌美元升貶值幅度，%



匯率挹注非美貨幣信用債表現

今年以來指數總報酬，%



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	◆ 川普關稅進入談判期，美國景氣與企業獲利存在下修空間，第2季保守看待美股表現，投資人建議防禦性操作，包括必需性消費、公用事業、電信行業可分批漸布，特別是美國內需型產業較為安全。 ◆ 受關稅衝擊相對小的英股，相對表現較佳，考量俄烏停戰與德國財政擴張利多，歐股短期內反應關稅衝擊可能下跌，採逢回分批漸布。日本經濟持續改善，日本銀行股及內需股可逢低承接。	策略風格：偏好大型股，建議往防禦股靠攏，包括公用、電信、必需消費 區域：日本內需與銀行股、英國股票
債市	◆ 考量經濟衰退風險上升，長端利率有下降空間，美公債建議適度加碼長天期債券，留意較長存續期間有較高資本利得但波動也較大，中短天期債券殖利率仍具吸引力，逢美國公債殖利率上彈階段鎖利。信用市場需選擇信評較佳的投資等級債，並挑選銀行、公用事業與保險等海外營收曝險低產業。 ◆ 信用債宜配置風險調整後利差較高的投資級債，包含金融、工業、能源、公用事業、通訊等產業。	期間：長天期美國公債、中短天期優質企業債鎖利 種類：投資級債以大型企業為首選，產業聚焦具潛在利多的金融債
匯市	◆ 美國存在大幅降息可能性，川普政府傾向弱勢美元，削弱各國出口競爭優勢，美元偏貶值。 ◆ 非美貨幣如歐元、日圓因美元走弱而升值，預期短期偏強。	美元偏貶 歐元、日圓短期偏升值
商品	◆ 川普關稅政策反覆，增加避險情緒、經濟放緩與通膨隱憂、財政赤字壓力加上央行與市場資金持續購金，皆為黃金上漲動能。	黃金偏多

▶ APR 2025

14

Monday

- 日本2月工業生產月增率終值
(實際:2.3% 前值:2.5%)
- 中國3月出口年增率
(實際:12.4% 預估:4.6% 前值:-3.0%)

15

Tuesday

- 歐元區2月工業生產年增率
(實際:1.2% 預估:-0.7% 前值:-0.5%)

16

Wednesday

- 美國3月零售銷售月增率
(實際:1.4% 預估:1.4% 前值:0.2%)
- 美國3月工業生產月增率
(實際:-0.3% 預估:-0.2% 前值:0.8%)
- 日本2月核心機器訂單月增率
(實際:4.3% 預估:1.2% 前值:-3.5%)
- 歐元區3月CPI年增率終值
(實際:2.2% 預估:2.2% 前值:2.3%)
- 中國第一季GDP年增率
(實際:5.4% 預估:5.2% 前值:5.4%)
- 中國3月零售銷售年增率
(實際:5.9% 預估:4.3%)

17

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(實際:215k 預估:225k 前值:224k)
- 美國3月新屋開工
(實際:1,324k 預估:1,420k 前值:1,494k)
- 美國3月營建許可初值
(實際:1,482k 預估:1,450k 前值:1,459k)
- 日本3月出口增率
(實際:3.9% 預估:4.4% 前值:11.4%)
- 歐元區4月ECB主要再融資利率
(實際:2.40% 預估:2.40% 前值:2.65%)

18

Friday

- 日本3月全國CPI年增率
(實際:3.6% 預估:3.7% 前值:3.7%)

21

Monday

22

Tuesday

- 歐元區4月消費者信心指數初值
(預估:-15.1 前值:-14.5)
- 臺灣3月外銷訂單年增率
(預估:16.2% 前值:31.1%)
- 臺灣3月失業率
(預估:3.40% 前值:3.35%)
- 奇異公司(GE)、雷神科技公司(RTX)、丹納赫集團(DHR)、威瑞森電信公司(VZ)、洛克希德馬丁(LMT)財報

23

Wednesday

- 美國3月新屋銷售
(預估:681k 前值:676k)
- 美國4月標普全球製造業PMI初值
(預估:49.3 前值:50.2)
- 日本4月自分銀行製造業PMI初值
(前值:48.4)
- 歐元區4月HCOB製造業PMI初值
(預估:47.5 前值:48.6)
- 特斯拉公司(TSLA)、波音公司(BA)、奇異維諾瓦公司(GEV)、新紀元能源公司(NEE)、菲利浦莫里斯國際公司(PM)財報

24

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(前值:215k)
- 美國3月耐久財訂單月增率初值
(預估:1.5% 前值:1.0%)
- 美國3月成屋銷售
(預估:4.14m 前值:4.26m)
- 日本3月工具機訂單年增率終值
(前值:11.4%)
- 德州儀器公司(TXN)、寶僑公司(PG)、ServiceNow公司(NOW)、國際商業機器公司(IBM)、百事可樂公司(PEP)財報

25

Friday

- 美國4月密大消費者信心指數終值
(預估:50.8 前值:50.8)
- 日本4月東京CPI年增率
(預估:3.5% 前值:2.9%)
- T-Mobile美國公司(TMUS)、吉利德科學公司(GILD)、Alphabet公司(GOOG)、艾伯維公司(ABBV)財報

資料來源：Bloomberg

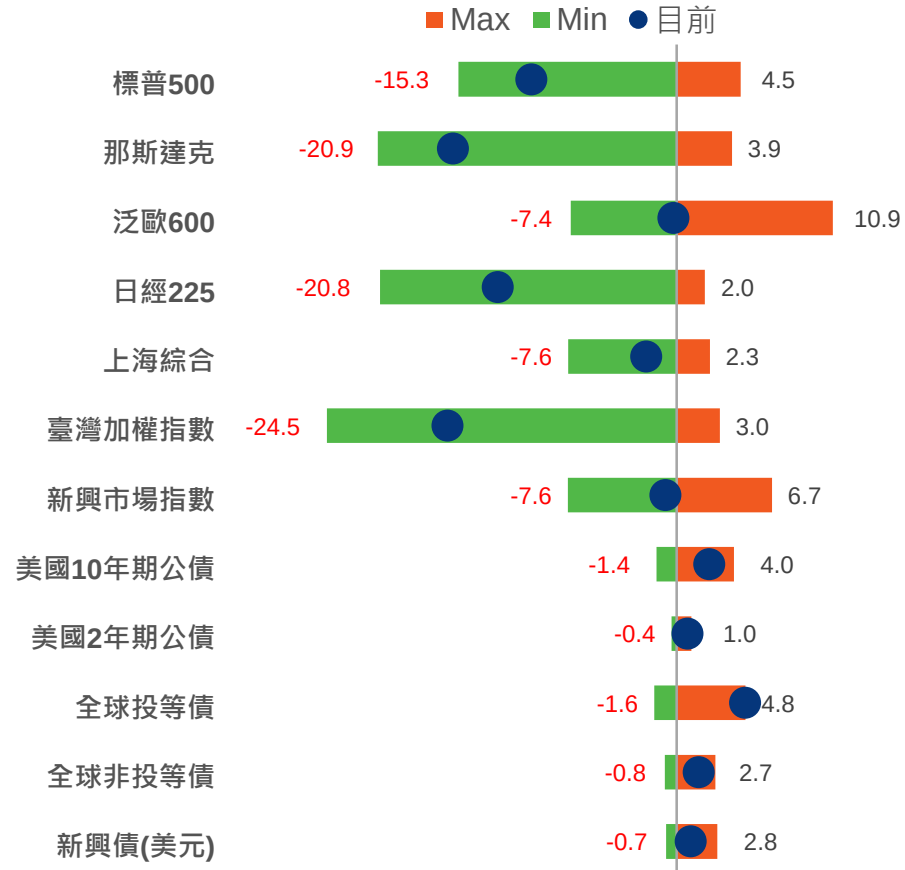
財報季重點企業公布

日期	公司名稱	營收預估 (美元)	營收公布 (美元)	EPS預估 (美元)	EPS公布 (美元)	優於市場預期 營收	EPS
2025/4/14	高盛集團(GS)	14.98B	15.06B	12.31	14.12	V	V
2025/4/15	嬌生公司(JNJ)	21.57B	21.89B	2.58	2.77	V	V
2025/4/15	美國銀行(BAC)	26.99B	27.4B	0.82	0.9	V	V
2025/4/15	花旗集團(C)	21.3B	21.6B	1.86	1.96	V	V
2025/4/16	亞培(ABT)	10.4B	10.36B	1.07	1.09		V
2025/4/16	先進公司(PGR)	21.6B	22.21B	4.74	4.37	V	
2025/4/17	美國運通(AXP)	17B	17B	3.48	3.64		V
2025/4/17	嘉信理財公司(SCHW)	5.46B	5.6B	0.99	1.04	V	V
2025/4/17	聯合健康集團公司(UNH)	111.5B	109.6B	7.29	7.2		
2025/4/17	馬什麥克倫南(MMC)	7.09B	7.06B	3.03	3.06		V
2025/4/17	黑石公司(BX)	2.94B	3.29B	1.06	1.09	V	V
2025/4/18	網飛公司(NFLX)	10.5B	10.54B	5.69	6.61	V	V

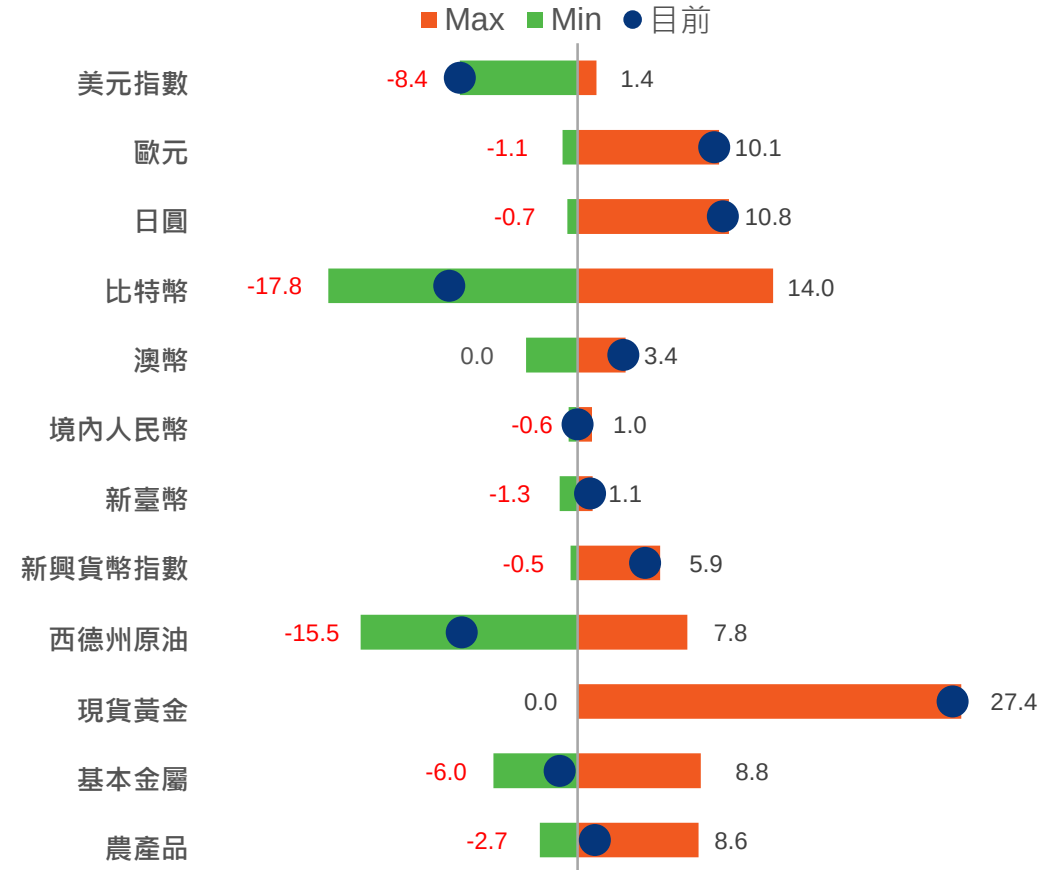
資料來源：Investing.com

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



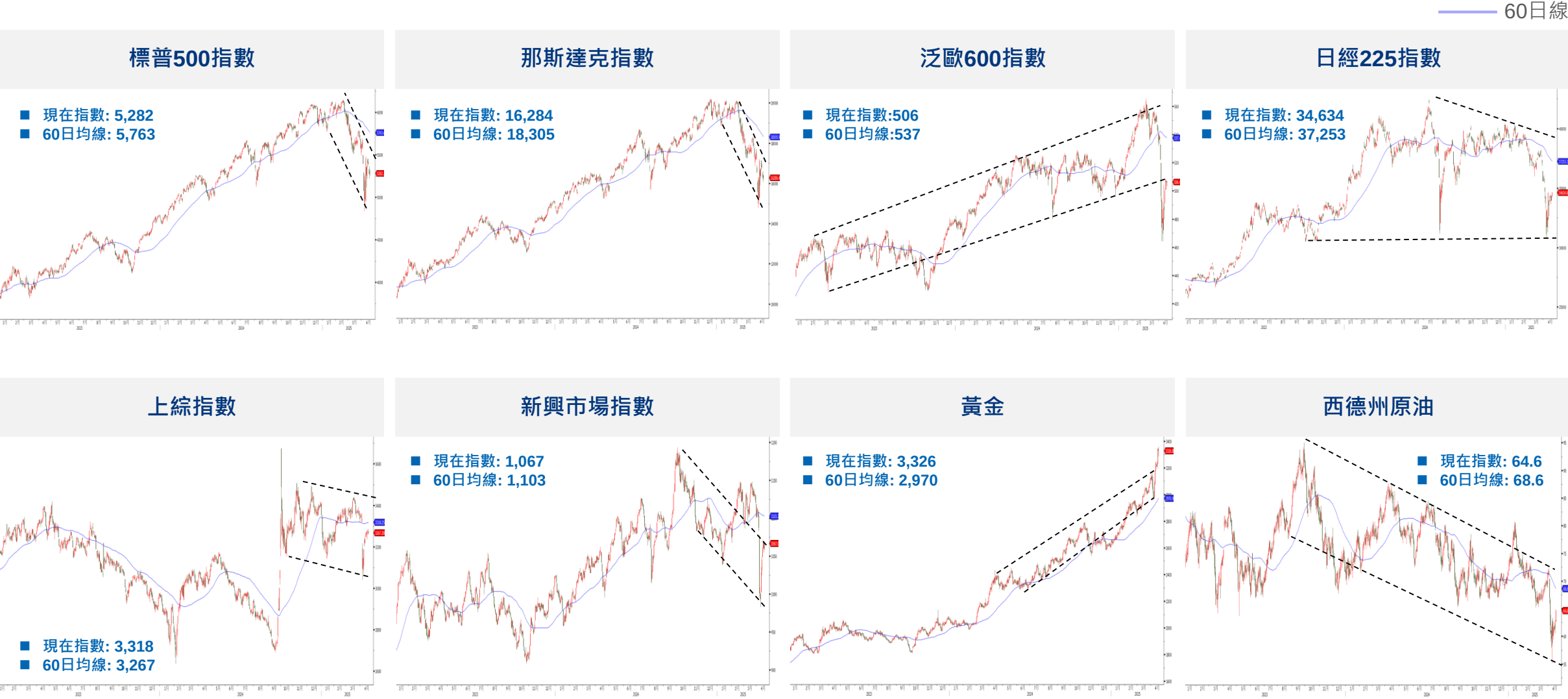
貨幣、原物料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年4月18日

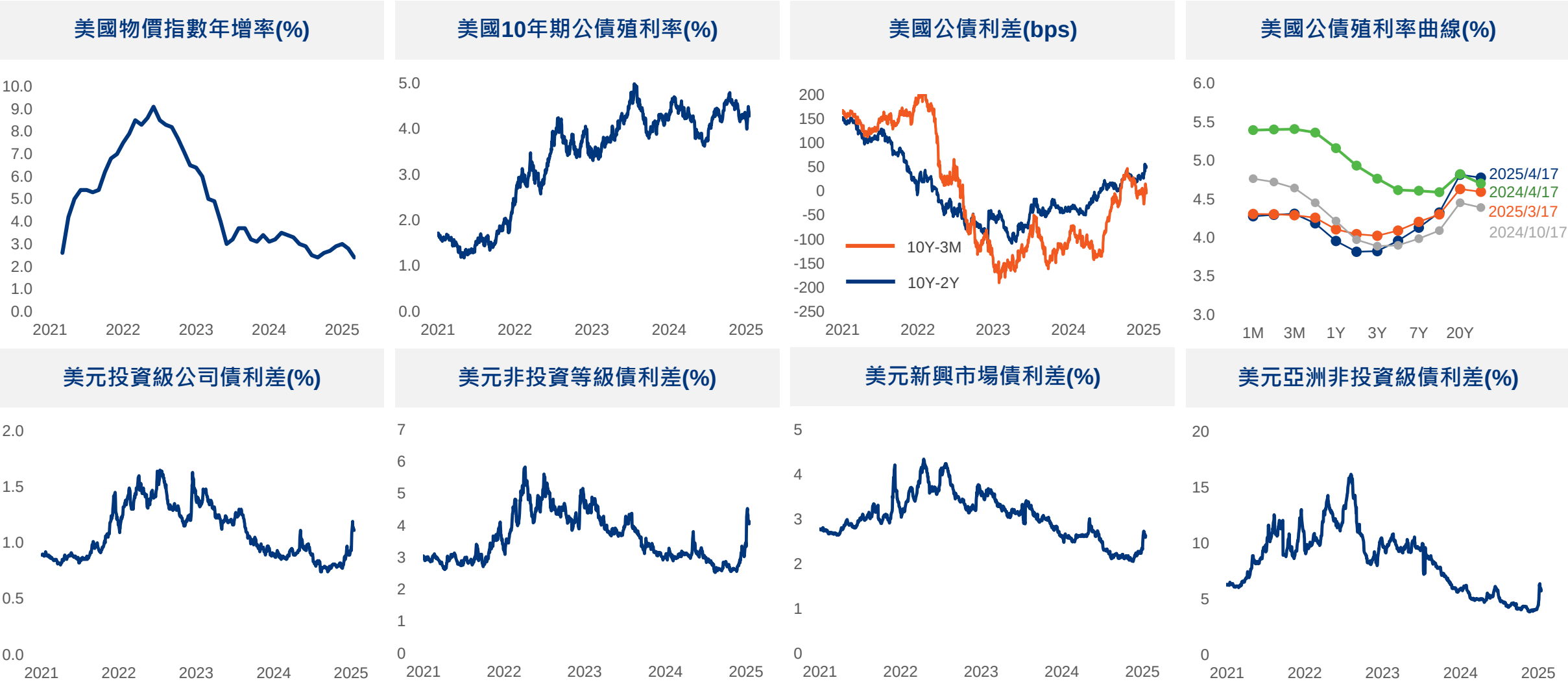


技術分析



資料來源：Bloomberg · 2025年4月18日

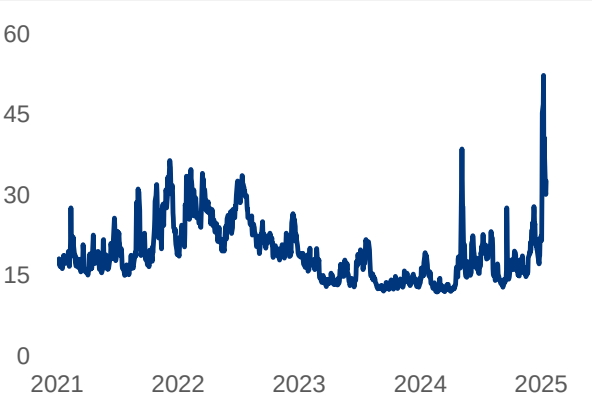
市場觀測



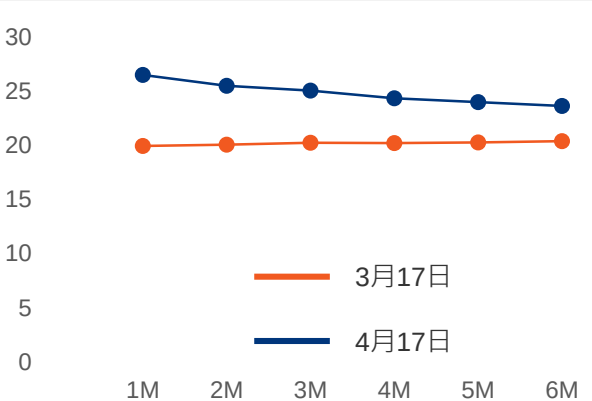
資料來源：Bloomberg · 2025年4月17日

市場觀測

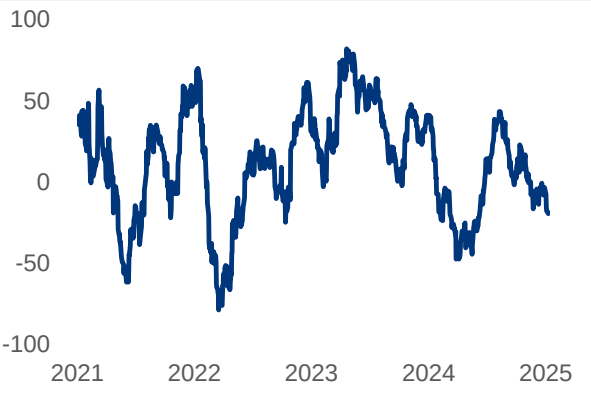
VIX指數



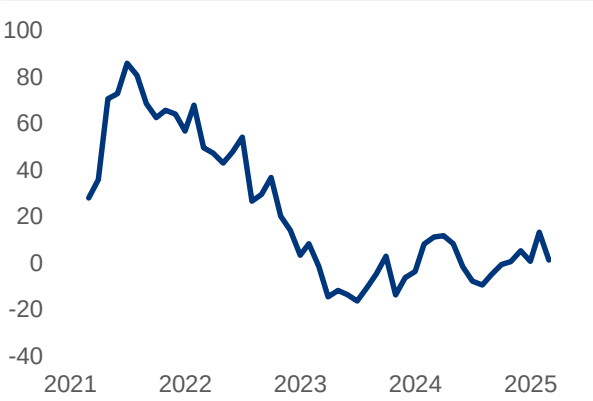
VIX期間結構



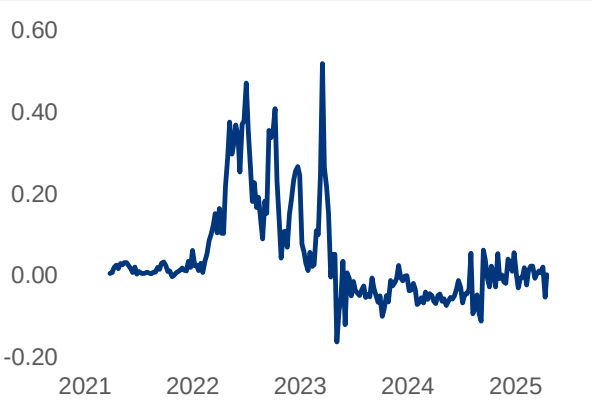
美國花旗經濟驚奇指數*



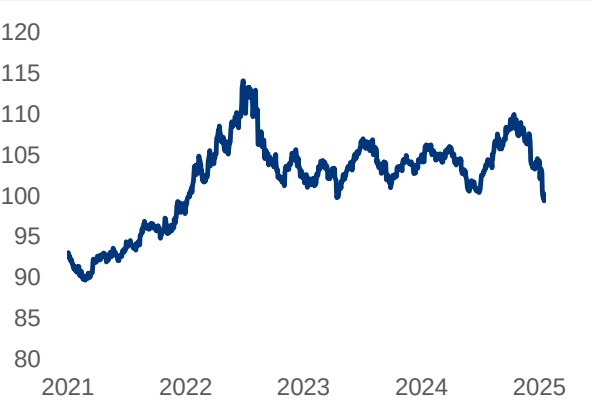
美國花旗通膨驚奇指數*



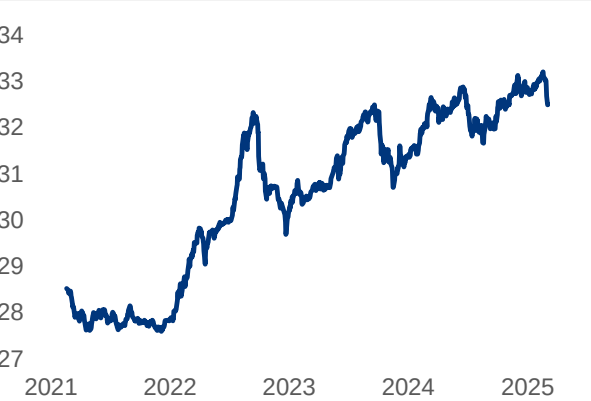
TED利差(bps)



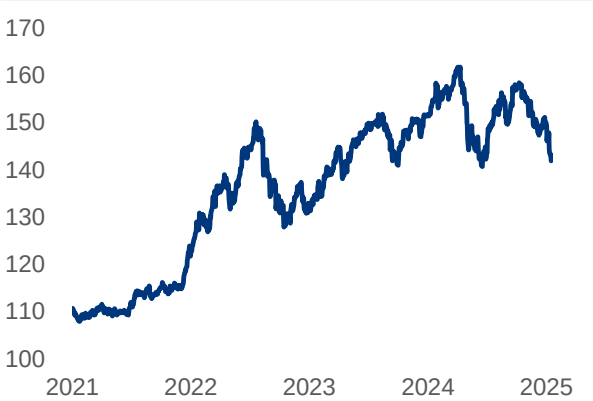
美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2025年4月17日；*花旗經濟/通膨驚奇指數分別衡量經濟數據/實際通膨與市場預期落差，指數向上分別代表經濟好轉/通膨向上幅度超過市場預期

免責聲明

本文件係由凱基證券股份有限公司(下稱本公司)根據本公司認為可靠之資料來源並以高度誠信所編製，內文所載之資料、意見及預測等均僅供本公司客戶參考之用，並非針對個別客戶所提之商品建議、財務規劃、法律或稅務顧問諮詢服務，且本公司及所屬凱基金控集團之所有成員皆不就此等內容之準確性、完整性或正確性為明示、默示之保證或承擔任何責任或義務。

個別客戶因年齡、投資能力、金融商品交易經驗及風險承受度不同，適合之服務及/或金融商品亦有不同，應進一步與專屬理財業務人員進行評估。投資人應徹底瞭解相關服務及金融商品之風險，並審慎評估個人財力、資產狀況、理財需求及風險承受能力，獨立判斷並自行決定是否投資及承擔有關風險。投資任何商品皆具有風險，商品以往之績效不保證未來之投資收益，本公司不負責商品之盈虧，也不保證最低之收益。

本公司保留對本文件及其內容之著作權及其他相關權利，任何人未經本公司同意，不得翻印或作其他任何用途使用(包括但不限於傳送或轉發予其他人士等)。如有違反情事，本公司除不負任何責任外，亦將對未經同意之使用與散布等行為究責。